

〈プロジェクト研究論文〉

2018 年 3 月 修了(予定)

地域銀行の株主構成とコーポレートガバナンス

～収益構造に着目したパネルデータ分析～

学籍番号：57165002-0

氏名：井手 慎吾

ゼミ名称：金融システムとコーポレートガバナンス

主査：首藤 恵 教授 副査：蟻川 靖浩 准教授

概 要

本稿のテーマは地域銀行における株主構成とコーポレートガバナンスである。2015 年 6 月以降、上場企業においてはコーポレートガバナンスコードの適用が開始されるなど、近年、株主による経営の規律付けはその重要性を増している。従来、日本の地域銀行においては、銀行同士による株式の持ち合いが続いていたため、株主による規律付けが弱く、それが非効率な経営を発生させていた。しかしながら、2000 年代に入り、銀行同士ならびに事業法人との株式持ち合いは解消が進みつつあり、株主による経営の規律付けには変化が見られる。

一方、貸出金利の低迷を背景に地域銀行の経営は厳しい環境が続いている。従来の貸出金利息による収益が減少し、投資信託販売手数料を中心とした役務取引等収益の比率が増加してくるなど、地域銀行の収益構造にも変化が見られる。

先行研究において、地域銀行の「株主構成」と「パフォーマンス」に関する研究は見られるものの、「株主構成」と「経営行動」に着目した研究は筆者が調べた限りでは見当たらない。そこで、本稿では収益構造の変化を一種の「経営行動の変化」とみなし、コーポレートガバナンスの観点から、近年の地域銀行の株主構成と収益構造の関係について実証研究を行なう。

地域銀行の経営環境の変化を背景に、外国人株主所有と機関投資家所有の増加に焦点を当て、エージェンシー理論やエントレンチメント仮説を基に、以下の 3 つの仮説を検証する。①外国人株主及び機関投資家株主比率は、低迷する本業の収益比率（貸出金利息収益比率）とは負の関係があること、②これらの所有比率は、近年伸びてきている非本業収益（役務取引等収益比率・資金運用収益比率）とは正の関係があること、最後に 2000 年代においてエントレンチメント効果が見られなくなったという先行研究を基に、③安定株主比率はいずれの収益比率とも関係がないという仮説を設定した。

分析方法としては、2009 年から 2014 年までの地域銀行の収益構造及び株主構成のパネルデータを用い、被説明変数を収益構造、説明変数を株主構成とする推計モデルを設定し、重回帰分析を行なった。

結果、外国人及び機関投資家株主比率は本業（貸出金利息収益比率）とは負の関係があること、外国人株主比率は非本業の中でも役務取引等収益比率に対して正の関係があること、機関投資家株主比率は非本業収益の中でも、資金運用収益比率と正の関係があること、安定株主比率はいずれの収益比率とも関係がないことが統計的に明らかになった。また同時に、収益構造とパフォーマンスの関係についても推計を行ない、本業収益がパフォーマンスと負の関係であること、非本業収益がパフォーマンスと正の関係であることも確認をしている。

よって、本稿により、地域銀行の「株主構成」は経営行動の現れである「収益構造」に影響を与え、その結果、「パフォーマンス」についても影響を与えている可能性が示唆されたと考えられる。

<目次>

1. はじめに
 2. 銀行経営をとりまく環境変化
 - 2.1 環境の変化と銀行経営
 - 2.2 銀行業務の分類
 - 2.3 地域銀行の収益構造の変化
 - 2.4 地域銀行の株主構造の変化
 3. 理論と先行研究
 - 3.1 理論
 - 3.1.1 所有と経営の分離
 - 3.1.2 エージェンシー理論
 - 3.1.3 エントレンチメント仮説
 - 3.1.4 機関投資家仮説
 - 3.2 先行研究
 - 3.2.1 株主構成と企業パフォーマンス（国内非金融事業法人）
 - 3.2.2 地域銀行の株主構成とパフォーマンス
 4. 本稿の視点
 - 4.1 株主構成と経営パフォーマンスの関係
 - 4.2 地域銀行の経営行動
 5. 仮説構築
 - 5.1 背景
 - 5.2 検証仮説
 6. 研究方法
 - 6.1 推計モデルとデータ
 7. 推計結果と考察
 - 7.1 貸出金利息収益比率
 - 7.2 役務取引等収益比率
 - 7.3 資金運用収益比率
 - 7.4 推計結果まとめ
 8. 結論
 - 8.1 外国人、機関投資家の収益構造への影響
 - 8.2 安定株主によるエントレンチメント効果の終息
 - 8.3 地域銀行の株主構成、経営行動、パフォーマンスの関係
 9. 今後の課題と展望
 - 9.1 今後の課題
 - 9.2 展望
- <補論>
<参考文献>
<Appendix>
<謝辞>

1. はじめに

筆者は、地域銀行に勤務して今年で 11 年目となるが、その間銀行業務は大きく変化した。従来、銀行業務の中心は預貸業務（預金・融資）であったが、近年、役務収益（手数料収入）の重要性は高まってきており、現場レベルでは預貸業務と同等の位置づけとされている。

地域銀行の内部組織は、縦割り型の側面が強く、銀行の担当者は①融資部門、②（投信）販売部門、③市場部門に大別される。また、各々の部門を行き来することは少なく、一度融資部門に配属された者は、基本的にそのキャリアを同一の部門で積んでいくことが多い。しかしながら近年、融資部門の営業担当者が、販売部門に関連する業務に携わる機会も多くなってきており、地域銀行に勤務する実務家にとって、銀行の収益構造への関心は強い。

他方で、自身が勤務する銀行においては、ホールディングスの代表取締役が海外に直接赴き、外国人投資家に対して業績や経営方針等の説明を行なうなど、経営層の外国人株主に対する意識も高まってきている。2015 年 6 月以降、上場企業においてはコーポレートガバナンスコードの適用が開始されるなど、近年株主による経営の規律付けはその重要性を増してきている。

地域銀行には「当該地域における効率的な資源配分」という本質的な役割があると考えられるが、2 章でも後述する地域銀行の収益構造において、投信販売等の役務取引等収益が増加してきているという点は、地域銀行の本質的な役割を考える上でも重要なテーマと考えられる。¹

そこで、本稿では「近年の地域銀行²経営の視点から、株主構造と収益構造の関係を明らかにする」というリサーチクエスチョンを設定したい。

2. 銀行経営を取り巻く環境変化

2.1 経済環境の変化と銀行経営

初めに、1990 年以降の経済環境の変化と地域銀行について簡単に振り返りたい。表 1 は、1991-2016 年の主たる環境変化を要約したものである。以下の 3 つの点が重要である。①90 年代の規制緩和による銀行の取扱業務拡大、②90 年代後半から 2000 年前半までの銀行の不良債権処理、③2000 年半ば以降の銀行経営における収益性向上へのシフトの 3 点である。

まず第 1 に、1991 年にバブルが崩壊し³、日本経済は長期に渡り低迷した。そして 1996 年の橋本内閣における金融ビッグバンにより、護送船団方式の解体、銀行業・保険業・証券業の各代理業が解禁になる等の規制緩和が行なわれ、銀行の取扱業務が拡大した。

¹ 投信販売は上場企業や新興国への投資に寄与していると考えられるため、地域の資金還流への寄与は低いことが想定されるが、当該地域外も含む効率的な資源配分という役割自体を否定するものではない。

² 本稿における地域銀行とは植村（2007）、森（2011）と同様、全国地方銀行協会および第二地方銀行協会に所属している地方銀行を指す。2017 年 12 月時点で 105 行がある。

³ 内閣府景気基準日付

第2に、規制緩和が行なわれた中、1997年には山一証券、1998年には北海道拓殖銀行が経営破綻、翌99年には主要行を含む14行が政府に公的資本注入を要請するなど、銀行の経営状態は厳しいものとなった。そして、相次ぐ金融機関の経営状態の悪化に対して金融庁は「2004年度中には主要行の不良債権比率を半減させる」という内容の「金融再生プログラム」を発表し、各行が取り組みを行なった結果、2005年3月には主要行の不良債権比率は2.9%まで低下した。

第3に、2000年代半ばには景気回復が本格化し、銀行経営は収益性の向上を図る動きが強まってきた。2000年代後半にはリーマンブラザーズの経営破綻等、世界的な金融危機が発生したものの、国内の金融機関については、その影響は欧米と比較すると限定的なものであった。また2011年には東日本大震災が発生したが、こちらも同じく、国内金融機関の健全性を脅かす事態には至らなかった。2016年には日銀がマイナス金利を導入したこともあり、2017年現在においても、銀行経営における収益性の向上は主な経営課題の一つとされている。

表1 経済環境の変化

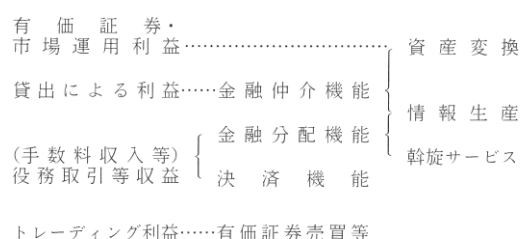
年	月	出来事
1991	3	バブル崩壊（内閣府景気基準日付）
1997	11	山一証券が経営破綻
1998	11	北海道拓殖銀行が経営破綻
1999	3	主要行を含む14行が政府に公的資本注入を要請
2002		主要行の合併相つぐ。メガバンク体制の成立へ
2002	10	金融庁「金融再生プログラム」発表 2004年度中に主要行不良債権比率の半減目標
2005	3	主要行不良債権比率2.9%まで低下。 「金融再生プログラム」の期間終了、目標達成
2008	9	リーマンショック
2009	12	中小企業金融円滑化法施行
2011	3	東日本大震災発生
2013	4	長期金利が世界市場最低0.315%を記録
2016	1	日銀がマイナス金利導入を決定

出所：川嶋・中村（2014）を参考に筆者まとめ

2.2 銀行業務の分類

金融ビックバンによる銀行業務の取扱範囲の拡大について2.1で述べたが、そもそも、銀行業務はどのように分類できるのだろうか。図1は、堀江（2015）による金融機関の機能と収益源の分類である。堀江は「地域金融機関の生産物は基本的に①貸出による利益および、②有価証券・市場運用利益、③役務取引等収益の3つで示される」としている。本稿においても堀江の分類を基に、銀行の業務（収益構造）は3つに大別されるということを念頭に置いて議論を進めていきたい。

図1 金融機関の主な機能と収益源



出所：堀江（2015）P37

2.3 地域銀行の収益構造の変化

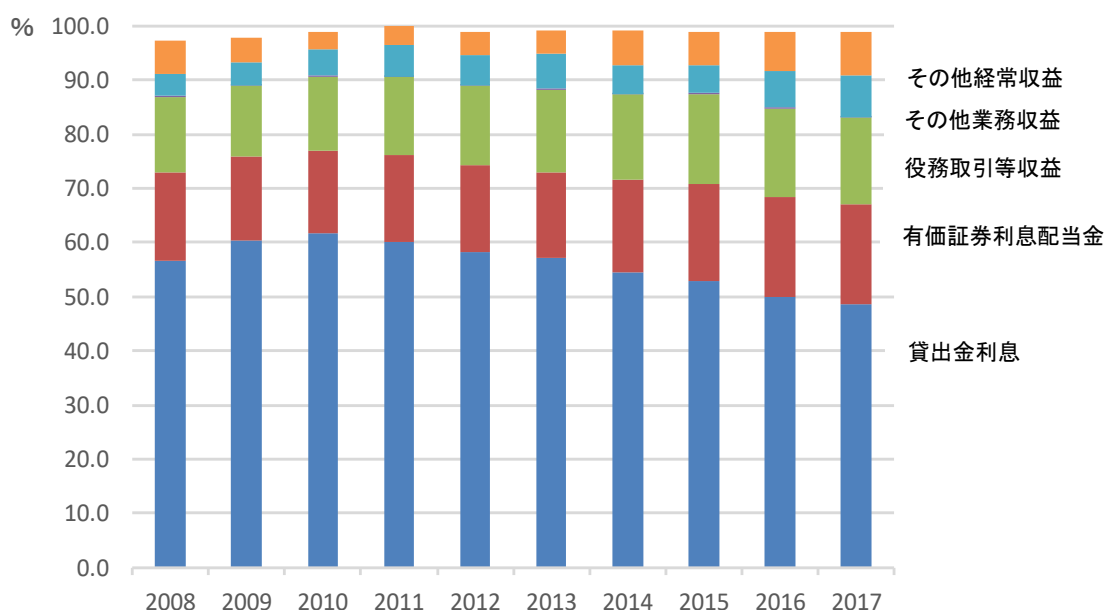
2000年代半ば以降、不良債権処理を終えた金融機関において、収益性の向上が課題されてきたことは2.1で述べた通りであるが、地域銀行の収益構造⁴はどのように変化してきたのだろうか。図2は地域銀行における経常収益の内訳の推移をまとめたものである。

2.2で見た堀江(2015)を踏まえて収益構造を分析すると、収益は主に①貸出金利息、②役務取引等収益、③有価証券利息配当金の3つに分けて考えることができる。

まず第1に貸出金利息は2010年度には経常収益の61.6%を占めていたが、2017年には48.6%まで低下している。そして第2に、貸出金利息と反対に増加しているのが、役務取引等収益(2010年13.8%から2017年18.4%)及び有価証券利息(2010年15.3%から2017年18.4%)である。

つまり、図2によって、従来本業とされていた融資による貸出金利息が経常収益に占める比率は低下し、代わりに従来は銀行の本業とは位置づけられていなかった投資信託等の販売手数料を中心とする役務取引等収益⁵及び銀行自身の資金運用による有価証券利息配当金が経常収益に占める比率が近年高まりを見せていることがわかった。

図2：地域銀行の経常収益の内訳⁶



出所：全国銀行財務諸表分析より筆者作成

⁴ 本稿における収益構造とは非金融事業法人という売上構造に該当するものである。銀行の決算上「売上」は「経常収益」という勘定科目のため、本稿では売上構造を収益構造と表現した。

⁵ 森(2014)は役務取引等収益としてシンジケートローンの組成やデリバティブ取引等を挙げながらも、その大半は投資信託販売関連の手数料であると指摘している。川本(2015)はメガバンクが資金利益からフィー収入へシフトしていること、米国・欧州の金融機関の場合は役務収益比率が5割に達する例が多くあることを指摘している。

⁶ 各比率において端数があるため、各年度の合計が必ずしも100%になっていない。

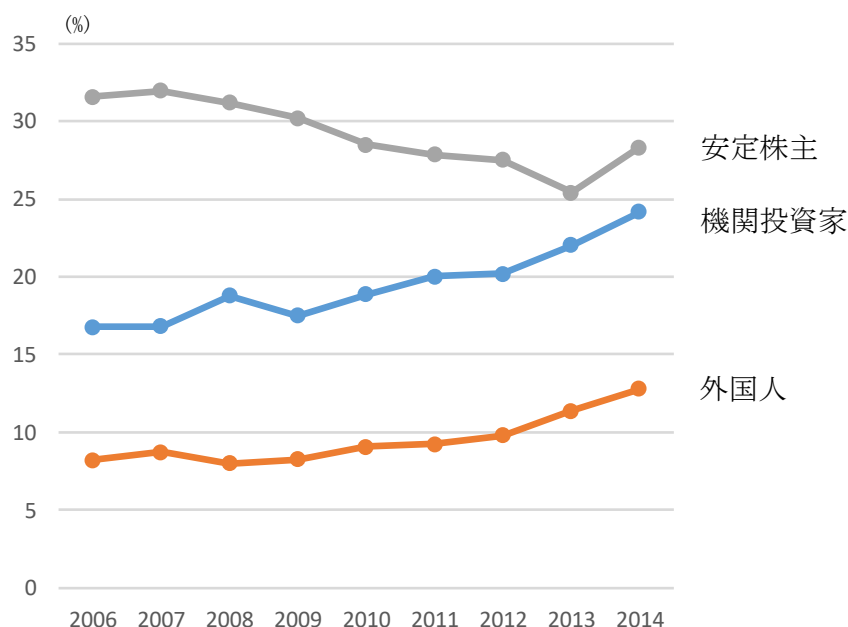
2.4 地域銀行の株主構成の変化

ここまで「地域銀行の株主構成と収益構造」のうち「収益構造」に関して確認をしてきたが、2.4 では「株主構成」について確認をしていきたい。

図3は2006年以降の地域銀行における株主構成の推移である。1990年代における地域銀行の大株主は都市銀行および地域銀行であり、長らく銀行同士の株式の持ち合いが続いていた。しかしながら2000年代に入って、銀行を中心とする安定株主の比率が低下するとともに、外国人や機関投資家の所有比率が増加傾向にある。⁷

よって、1章で地域銀行の代表取締役が海外の投資家の下へ直接赴き、外国人投資家に対して業績や経営方針等の説明を行なっていることに触れたが、株主構成の変化の推移を見ても、地域銀行における機関投資家、外国人株主の重要性は高まってきていることが考えられる。

図3： 地域銀行の株主構成⁸



出所：日経NEEDS-Ggesより筆者作成

⁷ 株式持ち合い解消については、株主による規律付けというコーポレートガバナンスの側面に加えて、BIS規制等の銀行の自己資本比率に関する規制の影響も指摘されている。

また株式持ち合いが減少傾向にあるのは、国内の非金融事業法人の株主構造の変化と同様である。

⁸ 各年、各行の所有比率の単純平均で算出。安定株主の定義については Appendix を参照。

3 理論と先行研究

3.1 理論

2章において、本稿のテーマである「地域銀行の株主構成と収益構造」について確認をした。3章では、株主構成が（地域銀行を含む）企業経営に与える影響に関するコーポレートガバナンスをめぐる理論や先行研究について紹介していきたい。

3.1.1 所有と経営の分離

Berle and Means (1932)が指摘しているように、近代の企業においては、所有と経営が分離されているのが一般的である。当然、今回対象としている上場企業を中心とした地域銀行においても、所有と経営は分離されていると考えられるが、そのような場合、次の3.1.2で述べる株主と経営者の間に発生する情報の非対称性、利害対立の問題が発生してくる。

3.1.2 エージェンシー理論

所有と経営の分離により関係してくるのが、Jensen and Mecking (1976)が指摘するエージェンシー問題である。株主と経営者の間においては、依頼人と代理人との間の情報の非対称性や、両者の目的や動機の相違に基づく利害対立の点から、エージェンシー問題が発生する。次はエージェンシー理論を地域銀行のガバナンスの分析に適用した2つの仮説を紹介する。

3.1.3 エントレンチメント仮説

まず初めに挙げられるのが、「エントレンチメント仮説」である。これまでの述べた通り、銀行経営においても株主と経営者の間におけるエージェンシー問題が発生するが、従来の地域銀行は、特にその影響を受ける株主構成の状態が続いていた。2.4で、1990年代の地域銀行は銀行同士の株主の持ち合いが続いていたことに触れたが、花崎・小黑（2003）、花崎他（2005）は、金融機関は護送船団方式の下、90年代半ばまでは実質的に破綻を免れていたため、銀行同士がお互いに株主を持合う環境の下では、銀行自身が株主としてモニタリングを行うインセンティブが働いていなかったこと、それにより銀行の経営者に対する、実質的な株主からの牽制や規律付けが弱かったため、経営が堅固に囲い込まれた状態（エントレンチメント）に置かれ、地域銀行の経営には非効率が生じていたというエントレンチメント仮説を指摘している。⁹

3.1.4 機関投資家仮説（機関投資家の所有による経営者の意識変化）

持ち合いによるエントレンチメント仮説に次いで挙げられるのが「機関投資家仮説」である。1990年代の地域銀行においては、銀行同士の株主持合いの結果、エントレンチメントな状態となり、経営に非効率が生じていたことが、先行研究で明らかにされているが、森（2011）は、2000年以降に銀行同士の株主持合いが減少し、外国人や機

⁹ 市場の集中度が増すと銀行の費用効率性が悪化するという「Quiet Life 仮説」の点から国内銀行の非効率性を分析した先行研究として、Homma, Tsutsui and Uchida (2012) が挙げられる。

関投資家の比率が増加してきたという株主構成の変化に着目した。そして、投資収益性を重視する外国人や年金基金、投資信託といった「機関投資家」は経営者への牽制による規律向上と、それによる業績向上にも関心が高いため、外国人や年金基金等の「機関投資家」が地銀の大株主として高い所有比率を持つときに、株主価値向上のために地銀経営陣へ牽制することで、経営規律が向上して、効率性や収益性が向上するという機関投資家仮説を指摘している。

以上の理論を踏まえると、地域銀行においても、株主と経営者の間におけるエージェンシー問題が経営に影響を与えていること、1990年代は銀行同士の株式持ち合いを要因とするエントレンチメント効果により、経営に非効率が生じていたこと、2000年代以降の銀行同士の株式持ち合い解消により、外国人、機関投資家等の株主による規律付けが2010年代の地域銀行の効率性、収益性を向上させてきたことがわかった。

3.2 先行研究

次にわが国の企業の株主構成と企業パフォーマンスとの関係についての先行研究を紹介していきたい。

3.2.1 株主構成と経営パフォーマンス（国内非金融事業法人）

国内非金融事業法人を対象にして研究として、宮島・保田・小川（2016）は、2006年から2013年の国内非金融事業法人において、海外機関投資家の保有割合の変化は、株価収益率・トービンの q 、ROAに対して正の影響があったとしている。そして、海外機関投資家は、従来の伝統的な銀行や保険会社などのインサイダーの株主とは異なり、投資先企業からの独立性が高く、投資収益の最大化に従って行動するので、積極的に発言と退出を実行し、投資先企業のパフォーマンスに正の影響を与えていると可能性を指摘している。

3.2.2 地域銀行の株主構成と経営パフォーマンス

地域銀行における株主構成と経営パフォーマンスに関する研究としては植村（2007）、森（2011、2014）がある。植村は2000年から2006年の地域銀行を対象とした実証分析において、外国人投資家の方が経営の監視が行き届き、経営者への影響度が高くなるため、外国人持株比率が高いほど、翌期の経営パフォーマンスが向上することを明らかにしている。¹⁰

また本稿がベンチマークとする森（2011）は、1991年から2008年までの地域銀行を対象した研究で、1990年代は都銀や地域銀行の株式所有比率が高いほど、地域銀行の経営指標に負の影響があったこと、2000年代において、都銀や地域銀行の株式所有比率の影響は見られなかった一方、年金基金や外国人などの株主所有比率が高くなるほど、地域銀行の経営指標に正の影響があったこと、結果、大株主による地域銀行の業績への影響の変化を指摘している。

¹⁰ 植村（2007）は株主構成と企業パフォーマンスの逆の因果関係（内生性の問題）については、取り除けていない可能性も述べている。また、アナリストたちによってよく用いられる12個の指標を主成分分析したものをパフォーマンスの代理変数としている。

4. 本稿の視点

4.1 株主構成と経営パフォーマンスの関係

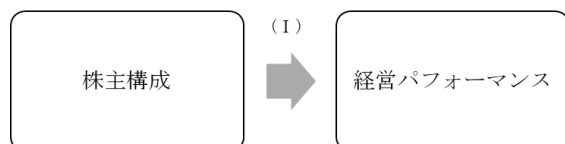
ここまで述べてきた地域銀行の経営環境・株主構成・収益構造の変化（2章）及びそれに関連する理論・先行研究（3章）を踏まえ、再度銀行経営の視点から、「地域銀行における株主構成と収益構造の関係を明らかにする」という本研究のリサーチクエスションについて更に説明を加えていきたい。

本稿で想定する「株主構成」「経営パフォーマンス」「経営行動」の因果関係に関する概念を先行研究との比較でまとめたのが図4である。これまで、地域銀行の株主構成をめぐる論点は、「株主構成と経営パフォーマンス（図4の（Ⅰ））」が中心であったと思われるが、経営パフォーマンスの向上や悪化という過程には、その間のプロセスとして、何らかの「経営行動の変化（図4の（Ⅱ））」を伴うプロセスも存在をしていると考えられる。しかし、地域銀行における先行研究では、その間のプロセスである「株主構成と経営行動」に焦点を当てた研究は、筆者が調べた限りでは見当たらない。¹¹よって、本稿では、「株主構成」が「経営行動」に影響を与え、その結果「経営パフォーマンス」に影響するという因果関係を念頭に置く。

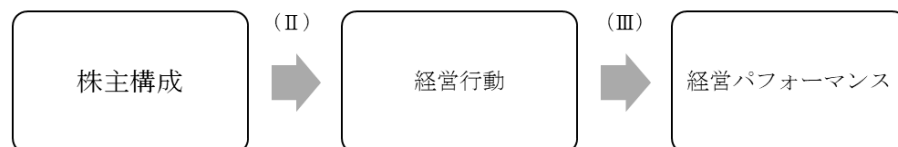
なお3章の理論、先行研究では個別に紹介をしていないものの、地域銀行の研究においては、範囲の経済性を中心に図4の（Ⅲ）にあたる「経営行動と経営パフォーマンス」の関係を研究したものは多く、経営行動、特に地域銀行における業務の多角化が経営パフォーマンスに影響を与えているという点を前提条件とし、以降の議論を進めていく。¹²

図4 株主構成と経営パフォーマンスをめぐる議論

【先行研究】



【本稿】



出所：筆者作成

¹¹ 宮島（2017）は株式所有構造、企業統治制度、企業行動との関係を大枠で以下の4つに分類している。①株主所有構造⇒パフォーマンス、②株主所有構造⇒企業統治制度・企業行動、③企業統治制度⇒パフォーマンス、④企業行動⇒パフォーマンス。その観点から見た場合、先行研究は①が中心であり、本稿は②の一部に焦点を当てることを目的としている。

¹² 「経営行動とパフォーマンス」は、本稿のメインテーマではないため、補論に記載した。理論、先行研究等に加え、後述するが、本稿では推計も行ない関係性を確認している。

4.2 地域銀行の経営行動

4.1 で株主構成と経営パフォーマンスの間には「経営行動の変化」を間に介すプロセスも想定されることを指摘した。では経営行動とは、具体的には一体どのようなものが考えられるであろうか。その一つが本稿のテーマとしている「収益構造」である。

2.1 の地域銀行をめぐる経済環境の変化の中で、規制緩和による銀行の取扱業務の拡大に触れた。次に 2.2 で堀江（2015）が銀行の機能や収益源の観点から、銀行業務を①貸出による利益、②有価証券・市場運用利益、③役務取引等収益の 3 つに分類していることを紹介した。そして 2.3 で銀行の経常収益の内訳について、現状、貸出金利息が最も大きいものの、近年、役務取引等収益や有価証券利息収益の比率が増加してきていることを確認した。よって本稿では地域銀行の収益構造を経営行動の代理変数ととらえ、株主構成と収益構造の関係について明らかにしていきたい。

5. 仮説構築

5.1 背景

本稿の仮説を構築するにあたり、これまで述べてきた「地域銀行の経営環境の変化」「地域銀行とパフォーマンスに関する理論、先行研究」、そして「本稿の分析の視点」を振り返り、仮説を構築していきたい。

まず前提として、株主と経営者の間には、情報の非対称性や利害対立の点から、エージェンシー問題が存在している。よって株主による経営者の規律付けが重要となるが、90 年代の地域銀行においては、都銀や地銀同士がお互いに株式も所有する株式の持ち合いが多く、銀行は政府の後ろ盾を背景に破綻する可能性を実質的に免れていたため、株主としてのモニタリングを行うインセンティブが低かった。森（2011）は、エントレンチメント効果により、90 年代の地域銀行で経営に非効率が生じていたことを明らかにしている。そして 2000 年代には地域銀行における銀行同士の株式の持ち合い解消が進み、年金基金や外国人の株主所有が地域銀行のパフォーマンスに正の影響を与えていた可能性を指摘している。

一方、地域銀行を取り巻く環境は 90 年代以降、バブル崩壊、金融ビクバン、00 年代の不良債権処理、2010 年以降の超低金利政策などに見られるように、変化を続けており、地域銀行の収益は本業の貸出業務から投信販売等手数料の役務取引等収益の比率が増加するなど、収益構造は変化している。

先行研究においては、地域銀行の株主構造とパフォーマンスについて研究を行なっているものは多いものの、株主構造と収益構造の関係をテーマしたものは、筆者が調べた中では見当たらない。しかしながら 4.1 で述べたが、先行研究の通り株主構成が経営パフォーマンスに影響を与えているという、「株主構成」⇒「経営パフォーマンス」という関係も想定はされうるものの、宮島（2017）が概念的に示している通り、「株主構成」⇒「経営行動」⇒「経営パフォーマンス」という一連の関係の方が、地域銀行の実務に携わる筆者にとっては説得力が感じられる。¹³

¹³ 1 章で近年地域銀行の融資業務の担当者も、従来は携わることがなかった役務取引等に関連する業務を扱う必要性が増えてきた点を述べた。

よって、低金利政策により本業収益が厳しい環境の中、先行研究が明らかにしているように、外国人や機関投資家などの株主による規律付けが働いているとするならば、その規律付けは地域銀行の収益構造を本業から非本業（投信等販売収益）にシフトさせるという「経営行動」と関係している可能性が考えられる。

また先行研究の中でも、地域銀行の収益構造について、貸出の決定要因¹⁴、投信窓販と収益性¹⁵など、個別にその決定要因を研究したものはあるが、これまで述べた通り、株主構成に焦点を当てて、カバナンスと収益構造の関係を調べたものは見当たらない。

5.2 検証仮説

以上から、先行研究が示す通り、外国人および機関投資家は、経営者に対する規律付けや牽制をもたらす株主としてとらえ、近年低迷している本業に対する貸出金利息の収益比率には負の関係があるという仮説を設定した。反対に近年増加傾向にある役務取引等収益比率、資金運用収益比率を非本業収益比率とし、正の関係があるという仮説を設定した。一方で、安定株主については、森（2011）の先行研究における、地域銀行のエントレンチメント効果は 2000 年以降見られていないという結果を踏まえて、本業・非本業いずれの収益比率とも関係がないという仮説を設定した。

本研究の仮説を表 2 にまとめた。銀行経営に影響を及ぼすと考えられる主要な株主を「外国人株主」と「機関投資家(内外を含む)」と捉えて、それぞれについて、所有比率と収益構造との関係についての仮説を設定する。仮説 1 は外国人株主、仮説 2 は機関投資家についての仮説である。さらに、仮説 3 として、安定株主¹⁶を銀行・信金・生損保及び株式の相互保有関係にある会社等と定義し、安定株主比率と収益構造に関する仮説を提示する。また収益構造は伝統的な銀行業務である貸出金利息収益の経常収益に対する比率を本業収益比率、近年増加傾向にある役務取引等収益比率と資金運用収益比率を非本業収益比率として設定した。

表 2 仮説一覧

仮説 1-1	外国人比率は本業収益比率（貸出金利息収益比率）と負の関係である。
仮説 1-2	外国人比率は非本業収益比率（役務取引等収益比率）と正の関係である。
仮説 1-3	外国人比率は非本業収益比率（資金運用収益比率）と正の関係である。
仮説 2-1	機関投資家比率は本業収益比率（貸出金利息収益比率）と負の関係である。
仮説 2-2	機関投資家比率は非本業収益比率（役務取引等収益比率）と正の関係である。
仮説 2-3	機関投資家比率は非本業収益比率（資金運用収益比率）と正の関係である。
仮説 3-1	安定株主比率は本業収益比率（貸出金利息収益比率）、非本業収益比率（役務取引等収益比率）、（資金運用収益比率）のいずれとも関係しない。

¹⁴ 日本の地域銀行における貸出の決定要因については、リレーションシップ・バンキングを中心に筒井（2005）、村本（2005）、内田（2010）、家森（2014）などの研究がある。銀行の営業担当者との関係など、深部にまで踏み込んだ研究も多い。

¹⁵ 森（2014）を補論で紹介している。

¹⁶ 日経 NEEDS-Cges の安定株主比率の定義を採用した。Appendix 及び補論 2 に詳細を記載したが、銀行・信金・生損保や株式の相互保有関係にある企業等を中心に 8 つの主体を安定株主としている。

6. 研究方法

6.1 推計モデルとデータ

5章で設定した本稿の仮説、即ち株主構成と収益構造の関係について検証するに際し、森（2011）¹⁷を参考に以下の重回帰分析モデルを推計する。

表 3 推計モデル

本業収益比率 i,t および非本業収益比率 $i,t=$
 $\alpha + \text{ガバナンス変数} (\beta_1 \text{外国人比率 } i,t-1, \beta_2 \text{機関投資家比率 } i,t-1, \beta_3 \text{安定株主比率 } i,t-1)$
 $+ \beta_4 \text{規模 } i,t + \beta_5 \text{ビジネス特性 } i,t + \beta_6 \text{健全性 } i,t + \beta_7 \text{証券投資比率 } i,t$
 $+ \beta_8 \text{地域性 } i,t + \beta_9 \text{競争度 } i,t + \beta_{10} \text{収益性 } i,t + \beta_{11} \text{運営方式ダミー } i,t$
 $+ \text{年度ダミー} + \varepsilon_{i,t}$

（補足）

1. アンバランスドパネルデータ
2. 期間 FY2009 年度から FY2014。サンプル数 536
3. 固定効果モデル、変量効果モデル、プーリング回帰モデルを検定と共に実施
4. Ftest 及び Hausman 検定を行なった結果、固定効果モデルを採用
5. 推計に用いた変数については Appendix を参照のこと

被説明変数は本業収益比率（貸出金利息収益比率）、非本業収益比率（役務取引等収益比率）、（資金運用収益比率）とし、株主構成を示すガバナンス変数を、外国人株主比率、機関投資家比率、安定株主比率とする。また収益構造に影響を及ぼすと考えられるものについてコントロール変数として、規模を総資産対数、ビジネス特性を当該銀行の貸出金利（平均）、健全性を自己資本比率、証券投資比率を総資産に占める有価証券の割合、地域を都道府県別人口、競争度を同一都道府県を本社とする地域銀行の数、収益性を ROE、運営方式を、持株会社ダミーとしたモデルを推計する。添字の i は各銀行、 t は年を表している。株主構成については株主構成と収益構造の関係性から、 $t-1$ 期を採用している。

観察期間は 2009 年から 2014 年であり、各地域銀行の財務データは全国銀行協会の全国銀行財務諸表分析から、ガバナンス変数は日経 NEEDS-Cges から取得した。森（2011）の先行研究が 1991 年～2008 年であること及び、本稿ではその後の銀行経営の変化を対象とするため、2009 年から 2014 年を観察期間とした。¹⁸ パネル・データを用いることから、サンプル数は 536 である。なお代理変数の定義と説明は Appendix を参照願いたい。

¹⁷ 森（2011）は逆の因果性問題を緩和するために、操作変数を用いた GMM（Generalized Method of Moment）による推計を行なっている。本稿については、上記の通り検定を行なった結果、いずれも固定効果モデルを採用している。

¹⁸ 日経 NEEDS-Cges については 2015 年度以降のデータも取得可能であったが、株主構成の指標の基準に変更があり、2014 年度までを対象期間とした。

表4は変数の基本統計量をまとめたものである。まず収益構造については、2章で見た通り、貸出金収益比率が近年低下傾向にはあるものの、3つの収益比率の中では最も高く、平均は60.6%となっている。標準偏差、分散も他の2つの収益比率と比較すると高い。次に株主構成であるが、機関投資家比率は外国人も含んでいるため、外国人比率よりも高くなっている。平均値を見ると、機関投資家比率は20.3%、外国人比率が9.8%、安定株主比率が28.4%と安定株主比率が最も高いものの、機関投資家、外国人の比率も一定程度あるととらえることができよう。

表4 基本統計量

	貸出金利息 収益比率	役務取引等 収益比率	資金運用 収益比率	機関投資 家比率	外国人株 主比率	安定株主 比率	総資産 (対数)	平均貸 出金利	自己資 本比率	証券投 資比率	ROE	人口 (対数)
変 数	HONGYOU	HIHONG1	HIHONG2	INST	FRGN	ANTEI	SOUSHI	KINRI	JIKOSHI	SYOUKEN	ROE	JINKOU
単位	%	%	%	%	%	%		%	%	%	%	
平 均	60.6	13.5	20.4	20.3	9.8	28.4	14.7	1.8	4.9	26.2	2.2	7.7
標準偏差	8.5	3.1	7.0	11.1	7.5	12.3	0.8	0.4	1.2	7.6	9.1	0.8
分散	71.6	9.8	49.6	122.6	56.8	151.7	0.6	0.1	1.5	57.1	83.3	0.6
最小値	36.9	5.9	2.2	0.0	0.0	0.0	12.8	0.7	1.9	2.1	-101.0	6.4
最大値	83.6	24.9	43.8	61.4	46.6	67.8	16.5	3.5	9.5	48.1	27.2	9.5
中央値	59.7	13.4	20.5	17.8	8.1	28.5	14.8	1.8	4.8	26.1	3.9	7.6
第1四分位数	54.8	11.5	14.8	13.3	4.7	20.3	14.2	1.5	4.0	20.7	2.6	7.1
第3四分位数	66.1	15.6	25.8	25.0	13.4	34.7	15.3	2.0	5.7	31.2	5.1	8.2
四分位範囲	11.4	4.1	11.1	11.7	8.7	14.4	1.1	0.5	1.7	10.6	2.5	1.1

次に相関係数を表5にまとめ、多重共線性の問題を確認した。説明変数同士の相関を見ると、外国人比率と総資産対数が0.59とやや高いものの¹⁹、規模のコントロールは先行研究を踏まえても必要であると判断し、最終的に総資産（対数）も採用した。

表5 相関係数

	貸出金利息	役務取引	資金運用	機関投資家	外国人	安定株主	総資産 対数	平均金利	自己資本	証券投 資比率	ROE	人口 対数
	HONGYOU	HIHONG1	HIHONG2	INST	FRGN	ANTEI	SOUSHI	KINRI	JIKOSHI	SYOUKEN	ROE	JINKOU
HONGYOU	1											
HIHONG1	-0.38	1										
HIHONG2	-0.85	-0.03	1									
INST	-0.04	0.37	-0.15	1								
FRGN	-0.18	0.45	-0.04	0.82	1							
ANTEI	0.06	-0.11	0.00	-0.14	-0.21	1						
SOUSHI	-0.43	0.43	0.28	0.47	0.59	0.05	1					
KINRI	0.73	-0.51	-0.52	-0.12	-0.21	0.05	-0.45	1				
JIKOSHI	-0.24	-0.04	0.23	0.18	0.36	0.13	0.31	-0.29	1			
SYOUKEN	-0.72	0.13	0.76	-0.13	0.00	-0.15	0.18	-0.45	0.18	1		
ROE	-0.19	0.19	0.12	0.19	0.21	-0.11	0.17	-0.25	0.28	0.11	1	
JINKOU	0.16	0.15	-0.25	0.38	0.26	0.28	0.28	-0.03	-0.04	-0.31	0.03	1

(注) 説明変数同士で±0.5%のみグレーで記載

¹⁹ 規模の大きい地方銀行の方が流動性が高いため、外国人株主比率が高くなっている可能性が考えられる。規模のコントロールは預金、貸出金などでも行なったが、いずれも外国人比率との相関が高く、総資産対数のみを採用した。

7. 推計結果と考察

7.1 貸出金利息収益比率

表 6 は株主構成と貸出金利息収益比率の関係についての推計結果である。ガバナンス変数を見ると、外国人株主比率と機関投資家比率が係数はマイナスで統計的に有意な結果となった。つまり株主として規律付けの効果を持つと考えられる外国人・機関投資家が、本業収益比率とは負の関係であることを示しており、低迷している本業（貸出業務の比率を減らす効果を持つ可能性が示唆された。安定株主比率が有意となっていない点については「エントレンチメント効果は 2000 年以降見られなかった」という森（2011）を支持する結果となった。

人口はいずれのモデルも係数はプラスで統計的に有意な結果であった。銀行業務の中でも、特に融資業務は規模のメリットが大きいという理由が考えられる。²⁰ROE はいずれもモデルも係数マイナスで統計的に有意な結果である。本業が低迷している環境を踏まえると、貸出金利息収益比率と ROE が負の関係であることは、事前の想定に沿う結果であると考えられる。

表 6 推計結果（貸出金収益比率）

モデル	A	B	C
被説明変数	本業収益比率（貸出金利息収益比率）		
	t 値	t 値	t 値
外国人株主比率(t-1)	-0.1049 (-1.68) *		
機関投資家株主比率(t-1)		-0.0764 (-2.02) **	
安定株主比率(t-1)			0.0661 (1.38)
総資産（対数）	2.39915 (0.65)	1.88544 (0.51)	2.522 (0.68)
貸出金利	8.77505 (4.41) ***	8.69128 (4.37) ***	8.7482 (4.38) ***
自己資本比率	0.0466 (0.11)	0.05399 (0.13)	0.1524 (0.36)
有価証券比率	-0.1029 (-1.70) *	-0.102 (-1.69) *	-0.104 (-1.70) *
ROE	-0.1482 (-4.11) ***	-0.1411 (-3.92) ***	-0.15 (-4.15) ***
人口（対数）	38.0171 (2.09) **	35.4534 (1.97) **	33.58 (1.86) *
持株会社ダミー	-0.5551 (-0.49)	-0.3459 (-0.30)	-0.949 (-0.83)
競合ダミー	YES	YES	YES
個別ダミー	YES	YES	YES
年ダミー	YES	YES	YES
R-sq	0.6484	0.6495	0.6477
ハウスマン検定	51.42	52.97	52.32
(P値)	0.00	0.00	0.00
モデル	固定効果	固定効果	固定効果
サンプル数	536	536	536

（注）括弧内はt値を表す。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意を示す。

²⁰ 筒井（2005）、大庫（2016）など、地域銀行の経営には規模の経済が働いていることを指摘している研究は多い。

7.2 役務取引等収益比率

表7は、株主構成と役務取引等収益比率の関係についての推計結果である。ガバナンス変数について外国人株主比率が係数はプラスで統計的に有意な結果となった。株主として規律付けの効果を持つと考えられる外国人株主が、近年、増加傾向にある投信等販売手数料を中心とした役務取引等収益比率と正の関係という事前の予想に沿う形の結果となった。ただし興味深いのは、本業収益比率では、外国人株主、機関投資家株主ともに係数はマイナスで統計的に有意な結果となったが、役務取引等収益比率については、機関投資家比率は有意ではなかった。外国人株主と機関投資家株主で収益構造に対する影響が異なる可能性が考えられる。²¹また、機関投資家と比較すると、外国人株主は、銀行の業務多角化のうち、役務取引により強い関心を示している可能性が示唆される。

総資産の係数はマイナスで統計的に有意な結果となった。これは規模の大きい地域銀行について、貸出の方がその規模のメリットを享受し易く、収益構造で見た場合、役務取引等収益比率に対して総資産はマイナスの関係となる可能性が考えられる。

貸出金利の係数はマイナスでいずれのモデルも統計的に有意な結果となった。これは貸出金利が低い地域銀行ほど、近年増加傾向にある役務取引等収益の比率を高めていることが考えられる。

自己資本比率も係数はマイナスでいずれのモデルも統計的に有意な結果となった。これは自己資本比率が低い銀行は貸出によるリスクがとりにくいため、役務取引等収益の比率が高くなるという可能性が考えられる。

表7 推計結果（役務取引等収益比率）

モデル	A	B	C
被説明変数	非業収益比率（役務取引等収益比率）		
	t 値	t 値	t 値
外国人株主比率(t-1)	0.04067 (1.88) *		
機関投資家株主比率(t-1)		0.00675 (0.52)	
安定株主比率(t-1)			-0.027 (-1.62)
総資産（対数）	-3.365 (-2.65) ***	-3.3123 (-2.59) ***	-3.415 (-2.68) ***
貸出金利	-2.0578 (-2.99) ***	-2.1222 (-3.07) ***	-2.043 (-2.96) ***
自己資本比率	-0.3806 (-2.65) ***	-0.394 (-2.74) ***	-0.423 (-2.93) ***
有価証券比率	-0.0039 (-0.19)	-0.0055 (-0.26)	-0.003 (-0.17)
ROE	-0.0235 (-1.89) *	-0.025 (-2.00) **	-0.023 (-1.80) *
人口（対数）	10.9725 (1.74) *	12.6432 (2.02) **	12.685 (2.04) **
持株会社ダミー	-0.1057 (-0.27)	-0.0814 (-0.21)	0.0515 (0.13)
競合ダミー	YES	YES	YES
個別ダミー	YES	YES	YES
年ダミー	YES	YES	YES
R-sq	0.6050	0.602	0.604
ハウスマン検定	52.54	39.88	38.41
(P値)	0.00	0.00	0.00
モデル	固定効果	固定効果	固定効果
サンプル数	536	536	536

（注）括弧内はt値を表す。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意を示す。

²¹ 機関投資家のファンドマネージャーの行動については Suto , Menkhoff and Beckmann (2005)等の研究がある。

7.3 運用収益比率

次に、表 8 は株主構成と運用収益比率との関係に関する推計結果である。ガバナンス変数においては、機関投資家比率が係数はプラスで統計的に有意な結果となった。こちらは役務取引等収益比率の時とは反対に、外国人株主は有意とならず、機関投資家比率のみが統計的に有意となった。やはり外国人株主と機関投資家の規律付けが異なることを示唆していると考えられる。また R-sq は被説明変数を貸出金利息収益比率、役務取引等収益比率とした時よりも低く、資金運用という業務の特性上、景気変動等のマクロ経済の要因の影響が大きいことが、その要因であることが考えられる。

貸出金利はいずれのモデルも係数はマイナスで統計に有意な結果となった。これは、本業の貸出金利が低い銀行の方が、資金運用の収益比率が高くなることをしめしており、これまでの結果と整合的であると考えられる。

ROE について係数はプラスでいずれのモデルも統計的に有意な結果となった。収益性の高い地域銀行ほど資金運用による収益が高いことを示しており、本業が低迷していることを勘案すると、こちらにも予想に沿う結果であると考えられる。

人口も係数はマイナスでいずれのモデルも統計的に有意な結果となった。人口が少ない地域は貸出金利息収益や役務取引等収益等をあげるマーケットが、人口が多い地域と比較して小さいため、資金を市場で運用することによって収益を上げているという可能性が考えられる。

表 8 推計結果（資金運用収益比率）

モデル	A	B	C
被説明変数	非業収益比率（資金運用収益比率）		
	t 値	t 値	t 値
外国人株主比率(t-1)	0.02374 (0.34)		
機関投資家株主比率(t-1)		0.0684 (1.65) *	
安定株主比率(t-1)			-0.0008 (-0.02)
総資産（対数）	3.64809 (0.90)	4.0916 (1.01)	3.65176 (0.90)
貸出金利	-5.107 (-2.33) **	-4.871 (-2.22) **	-5.1579 (-2.34) **
自己資本比率	0.72256 (1.58)	0.7444 (1.63)	0.71215 (1.55)
有価証券比率	0.0739 (0.269)	0.0766 (1.15)	0.07281 (1.09)
ROE	0.12324 (3.10) ***	0.1189 (3.00) ***	0.12263 (3.07) ***
人口（対数）	-55.869 (-2.78) ***	-56.8 (-2.87) ***	-54.782 (-2.76) ***
持株会社ダミー	-0.6572 (0.598)	-0.94 (-0.75)	-0.6217 (-0.49)
競合ダミー	YES	YES	YES
個別ダミー	YES	YES	YES
年ダミー	YES	YES	YES
R-sq	0.1880	0.193	0.188
ハウスマン検定	46.88	48.78	42.06
(P値)	0.00	0.00	0.00
モデル	固定効果	固定効果	固定効果
サンプル数	536	536	536

（注）括弧内はt値を表す。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意を示す。

7.4 推計結果まとめ

表 10 は収益構造別の推計結果をまとめたものである。²²本業である貸出金利息収益率は、いずれの株主比率も事前の予想に沿う結果となった。非本業のうち役務取引等収益比率については外国人、安定株主は事前の予想通りであったが、機関投資家は統計的に有意ではなかった。また非本業のうち資金運用収益比率については、機関投資家は統計的に有意であったが、外国人は統計的に有意な結果とはならなかった。

表 10 推計結果・収益構造別

収益構造	株主	予想符号	結果	
仮説1-1	外国人	—	—	支持
仮説2-1 本業・貸出金利息	機関投資家	—	—	支持
仮説3-1	安定株主	関係性なし	関係性なし	支持
仮説1-2	外国人	+	+	支持
仮説2-2 非本業・役務取引等収益	機関投資家	+	+	支持されない
仮説3-1	安定株主	関係性なし	関係性なし	支持
仮説1-3	外国人	+	+	支持されない
仮説2-3 非本業・資金運用収益	機関投資家	+	+	支持
仮説3-1	安定株主	関係性なし	関係性なし	支持

表 11 は株主別の推計結果をまとめたものである。株主別に見ると、外国人は貸出金利息収益率、役務取引等収益率において統計的に有意な結果となった。また、機関投資家は貸出金利息収益率で統計的に有意、安定株主は関係性がないという推計結果となった。

表 11 推計結果・株主別

株主	収益構造	予想符号	結果	
仮説1-1	本業・貸出金利息	—	—	支持
仮説1-2 外国人	非本業・役務取引等収益	+	+	支持
仮説1-3	非本業・資金運用収益	+	+	支持されない
仮説2-1	本業・貸出金利息	—	—	支持
仮説2-2 機関投資家	非本業・役務取引等収益	+	+	支持されない
仮説2-3	非本業・資金運用収益	+	+	支持
仮説3-1 安定株主	本業・非本業いずれも	関係性なし	関係性なし	支持

²² 結果の符号については統計的に有意でなかった部分についても、推計結果の係数の符号を記載した。また、森（2011）においても ROA に対して外国人、機関投資家比率は 10% 有意であった。

8. 結論

本研究における推計から、以下の 3 つの興味深い結果が得られた。1 点目が外国人、機関投資家による収益構造への影響、2 点目が安定株主によるエン trenチメント効果の終息、3 点目が、地域銀行における「株主構成」、「経営行動」、「経営パフォーマンス」の関係に対する新たな示唆である。

8.1 外国人、機関投資家の収益構造への影響

従来は本業であったが、現在低迷している貸出金利息収益比率と、外国人株主比率及び機関投資家株主比率は統計的に負の関係にある。また今回、非本業と位置づけた投信販売手数料を中心とする役務取引等収益比率と外国人株主比率は統計的に正の関係にある。そして同じく、非本業と位置づけた資金通用収益比率は機関投資株主比率と統計的に負の関係にあることがわかった。よって外国人株主、機関投資家株主は、経営者に対する規律付け、牽制により、低迷している従来の本業のウェイトを下げ、反対に、近年伸びてきている非本業の業務のウェイトを高める効果を持つ可能性が考えられる。²³

8.2 安定株主によるエン trenチメント効果の終息

森（2011）は 2008 年までの地域銀行を対象としたデータで、地域銀行における銀行同士の株主持合いの解消が進んだことにより、1990 年代には観測されてきたエン trenチメント効果が 2000 年代においては見られなかったことを指摘している。2008 年から 2014 年までの地域銀行のデータを対象とした本稿においても、安定株主比率と収益構造の間に明確な関係は見られなかった。よって、地域銀行におけるエン trenチメント効果は終息した可能性が考えられる。

8.3 地域銀行の株主構成、経営行動、経営パフォーマンスをめぐる関係

4 章で述べた通り、先行研究においては、地域銀行の「株主構成」が「経営パフォーマンス」に与える影響が中心であった。そして、外国人や機関投資家の規律付けは、パフォーマンスに正の影響を与えることが明らかにされていたが、そのメカニズムについては必ずしも明らかではなかったと考えられる。本稿では地域銀行の「株主構成」と「経営行動（収益構造）」の関係を明らかにすることにより、「株主構成」が「経営行動」に影響を与え、その結果として「経営パフォーマンス」が変化するというメカニズムについて、一定の示唆を得ることができたと考えられる。

²³ 本稿では株主構成と収益構造については、その「関係」を明らかにした。因果関係、影響については、示唆にとどめ、今後の課題としたい。

9. 今後の課題と展望

9.1 今後の課題

株主構成と収益構造に関する本研究に関して残された課題は多く、例えば次の点があげられ、今後の研究のさらなる進展には、これらの課題への取り組みが重要である。

第一に、株主単位での所有比率の考慮である。本稿においては、株主を「外国人株主」、「機関投資家」、「安定株主」をそれぞれまとまりとして捉えているが、個別の株式の所有比率のばらつき、規律付けの効果の違いについては考慮できていない。例えば、同じ外国人株主でも、株主の1%を所有している株主と5%を所有している株主からの規律付けは異なることが考えられる。

第二に推計方法の検討である。本稿では現時点で筆者が扱うことができる統計手法に限定されたため、株主構成と収益構造の関係についてのモデルを構築し、回帰分析を行なったが、森（2011）では、操作変数を用いたGMM（Generalized Method of Moment）による推計が行なわれるなど、本稿で用いた手法以外の推計方法も数多くなされている。よって、より適切な統計手法を模索することは、今後の課題である。

第三に、持株会社傘下の地域銀行の取扱いである。本稿では、同じ持株会社の傘下の地域銀行は、同一の株式所有構造であるという想定でモデルを設定したが²⁴、同じ傘下内でも各銀行の位置づけには違いがあり、傘下内の主力銀行には外国人株主による規律付けが十分に働く可能性が考えられるが、非主力銀行に対しても同様の効果があるのかについては、十分に検討が行なえていない。

9.2 展望

本稿で株主構成が地域銀行の収益構造、つまりは経営行動に関係していることが示唆された。そしてそれは従来の本業であった貸出業務の収益比率の低下、非本業である投信販売を中心とした役務取引等収益比率を増加させる可能性を指摘した。

一方、1章で触れたように、地域銀行は地域金融の担い手として、地域内の資金還流や、資源の効率的分配という役割を担っており、役務取引等収益の増加が本質的にそのような地域銀行の役割を果たしているのかについて、地域銀行自身に振り返りが必要であると考えられる。金融庁も、地域銀行に対して、人口減少に伴う貸出規模の縮小が予想される中で、既存のビジネスモデルが中長期的に成り立たない可能性及び、事業性評価に基づく融資や本業支援を通じた地域経済への貢献を求めており、地域銀行の本質的な役割を考慮すると、単純に収益構造をシフトさせればよいという訳ではない点に注意が必要である。

本稿では外国人株主、機関投資家、安定株主と株主構成を3つに分けて分析を行なったが、近年はESG投資に代表されるように、機関投資家の中でも、中長期的な視野を持って投資を行なう株主も増加傾向にある。よって、地域内の資金還流や、資源の効率的分配という地域銀行の本質的な役割と、それらの株主との親和性は高いと考えられ、今後の地域銀行の株主構成と収益構造をめぐる議論については、新たな展開が期待される。

²⁴ 本稿では推計の際に、説明変数として持株会社の傘下にある銀行に対して、持株会社ダミーを付与することで対応した。

補論

補論1 収益構造とパフォーマンス

1.1 理論と先行研究

6.1 については収益構造が経営パフォーマンスと関係していることを前提としている。理論的には Chandler, Jr. (1990) が、事業のノウハウが別の事業に生かせる場合や、複数の事業を営む上で間接部門を共有できるなどの収益面やコスト面でのメリットがある場合、範囲の経済 (economy of Scope) が存在しており、事業の多角化が便益をもたらすと指摘している。また、投信販売手数料を中心とする役務収益等取引は銀行の資産を増加させずに、収益を増加させることが可能であるため、ROA, ROE に対してプラスの影響を持つことが考えられる。²⁵

先行研究においては、稲葉・服部 (2006) が手数料ビジネスの拡大は銀行の収益落ち込みを抑制したことを指摘している。また森 (2014) は投信販売業務が ROA の向上に寄与していること、地域銀行の経営の多角化 (業務の分散化) は、ROE や ROA に正の効果をもたらす、収益性の向上に寄与することを指摘している。

本稿でも事前に本業収益比率 (貸出金利息収益比率) と経営パフォーマンスは負の関係であること、非本業収益比率 (役務取引等収益比率および資金運用収益比率) は経営パフォーマンスに対して正の関係であることを確認している。

1.2 推計モデルとデータ

表 12 は 6.1 で採用したモデルをベースに、収益構造と経営パフォーマンスの関係を検証するための重回帰分析モデルである。²⁶被説明変数は経営パフォーマンスを表す指標として ROA を、説明変数は収益構造を表す代理変数として、貸出金利息収益比率および役務取引等収益比率、資金運用収益比率を、コントロール変数として、規模、健全性、地域性、競争度、運営方式を採用した。変数は 6.1 と同一のデータを利用し、添字の i は銀行、 t は年を表している。また観察期間は 2008 年から 2014 年とし、データの出所についても 6.1 と同様であるが、6.1 では金利や証券投資比率をコントロールしているが、今回は、金利や証券投資比率は各収益比率との相関が強いため変数から除いている。サンプル数は 638 である。

表 12 推計モデル

$$\begin{aligned} \text{収益性 } i,t = & \alpha + \text{収益構造} \left(\beta_1 \text{貸出金利息収益比率 } i,t, \beta_2 \text{役務取引等収益比率 } i,t, \right. \\ & \left. \beta_3 \text{資金運用収益比率 } i,t \right) \\ & + \beta_4 \text{規模 } i,t + \beta_5 \text{健全性 } i,t + \beta_6 \text{地域性 } i,t + \beta_7 \text{競争度 } i,t \\ & + \beta_8 \text{運営方式ダミー} + \text{年度ダミー} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

²⁵ 貸出業務との比較で考えるとわかりやすいが、貸出金を増加させるためには、その元手となる預金・融資という資産 (負債) が必要である。対して、投信販売にはその販売インフラが必要となるものの、預金・融資という資産の必要性は小さい。一般的に銀行業務における手数料収入は「ノンアセットビジネス」と位置づけられている。

²⁶ 森 (2014) は、業務内容の分散化を図る指標として、ハーフィンダール・ハーシュマン指数を適用した分散化指標を用いている。解析方法は重回帰分析 (固定効果、ランダム効果のいずれか) を採用している。本稿では項目 6.1 株主構成と収益構造との連続性、分散化指標作成の複雑性を考慮し、6.1 と同一の指標を収益構造としている。

1.3 推計結果と解釈

表 13 は収益構造と経営パフォーマンスに関する推計結果をまとめたものである。本業である貸出金収益比率は ROA に対して係数はマイナスで統計的に有意な結果となった。反対に非本業である資金運用収益比率については、係数はプラスで統計的に有意な結果となった。よって、森（2014）の結果と同様、非本業収益の比率を高めることは、（多角化を進めることは）、地域銀行の経営パフォーマンスに対して正の関係であるという、6.1 の前提条件について確認することができた。²⁷

表 13 収益構造と経営パフォーマンスに関する推計結果

モデル	A	B	C
被説明変数	ROA		
	t 値	t 値	t 値
貸出金利息収益比率（本業）	-0.0151 (-4.31) ***		
役務取引等収益比率（非本業）		-0.02 (-1.48)	
資金運用収益比率（非本業）			0.01 (2.90) **
総資産（対数）	0.17619 (0.78)	0.065 (0.28)	0.1107 (0.48)
自己資本比率	0.17388 (6.70) ***	0.174 (6.52) ***	0.1753 (6.69) ***
人口（対数）	-0.8857 (-0.72)	-1.64 (-1.32)	-1.117 (-0.89)
持株会社ダミー	-0.0842 (-1.15)	-0.08 (-1.13)	-0.083 (-1.12)
競争度ダミー	YES	YES	YES
個別ダミー	YES	YES	YES
年ダミー	YES	YES	YES
R-sq	0.4213	0.4034	0.4103
ハウスマン検定	57.72	35.12	47.54
（P値）	0.00	0.00	0.00
モデル	固定効果	固定効果	固定効果
サンプル数	638	638	638

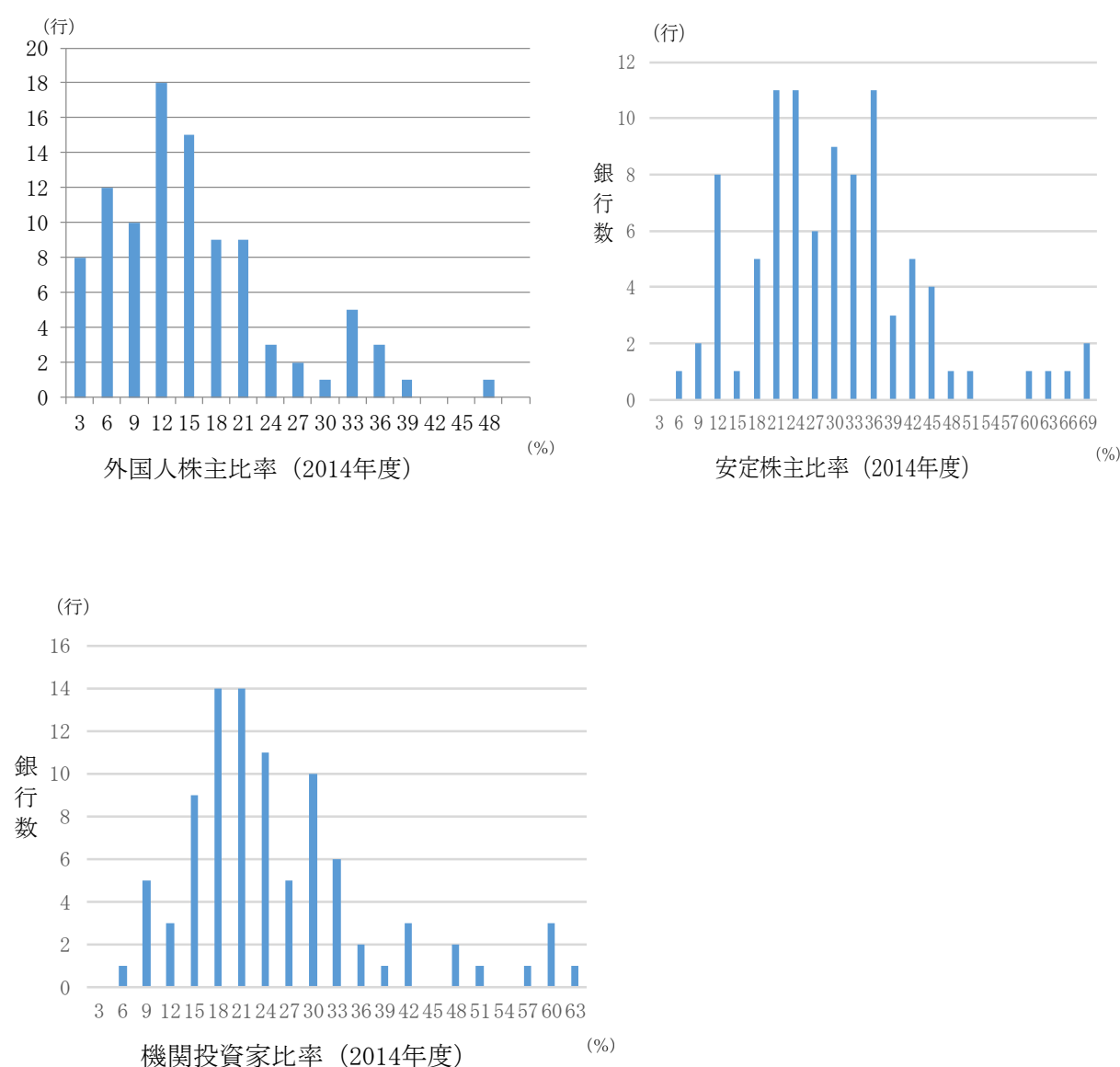
（注）括弧内はt値を表す。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意を示す。

²⁷ モデル B の投信販売手数料を中心とする役務取引等取引収益比率が統計的に有意な結果とならなかった点は今後の検討課題と考える。多重共線性の問題から説明変数が限定されており、推計方法についての工夫が必要であったと考えられる。
また、ROE を被説明変数にしたモデルも推計したが、ROA を被説明変数としたモデルと同様の結果が得られた。

補論 2 本稿のデータにおける株主構成の分布

本稿の推計に使用データにおける 2014 年度の地域銀行の株主構成分布が図 5 である。外国人株主比率、機関投資家株主比率は、概ね平均を中心とし、正規分布に近い形で分布している。反対に安定株主比率の分布にはばらつきがみられる。また機関投資家比率には当然外国人株主が含まれていることから、外国人持株比率よりも機関投資家比率の方が高くなっていることがわかる。森（2011）で銀行同士の株式持ち合いによるエントレンチメント効果は 2000 年代においては見られなかったとされているが、安定株主比率の分布を見ると、依然として安定株主比率が 60% 超の地域銀行が複数存在していることもわかる。

図5 株主構成の分布



出所：日経 NEEDS-Cges より筆者作成

参考文献

Berle, A.A. and G.C Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Brace and World (北島忠男訳『近代株主会社と私有財産』文雅堂, 1958) .

Chandler, Alfred D Jr. (1990), *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Belknap Press of Harvard University Press. (阿部悦生訳『スケール・アンド・スコープ』有斐閣, 1993) .

MC Jensen, WH Meckling, W.H(1976)“Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, NO.4, pp.305-360.

Suto , Menkhoff and Beckmann (2005) “Behavioural biases of institutional investors under pressure from customers: Japan and Germany vs the US”, WFI05006 (2005 年 11 月) .

Homma, Tsutsui and Uchida (2012) “Firm Growth and Efficiency in the Banking Industry: A new test of the efficient structure hypothesis”, RIETI Discussion Paper Series 12-E-060 September 2012.

植村修一 (2007) 「地域銀行のガバナンス」筒井義郎・植村修一編, 『リレーションシップバンキングと地域金融』第 8 章 225 - 247 頁 日本経済新聞出版社.

内田浩史 (2012) 『金融機能と銀行業の経済分析』日本経済新聞出版社.

大庫直樹 (2016) 『地域金融のあしたの探り方』金融財政事情研究会.

川嶋稔哉・中村真幸 (2014) 「1990 年代から 2000 年代における銀行不良債権処理の進行」FSA Institute Discussion Paper Series DP2014-2

川本裕子 (2015) 『金融機関マネジメント』東洋経済新報社.

筒井義郎 (2005) 『金融業における競争と効率性』東洋経済新報社.

服部正純・稲葉圭一郎 (2006) 「銀行手数料ビジネスの動向と経営安定性」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 06-J-22.

花崎正晴・小黒曜子 (2003) 「銀行の所有構造とパフォーマンス」林敏彦・松浦克己・米澤康博編『日本の金融問題』日本評論社, 2003 年, pp167-187.

花崎正晴・ユパナ・ウィワッタナカントン・相馬利行 (2005) 「金融危機を生んだ構造 銀行の所有構造にみるガバナンスの欠如」東京大学社会科学研究所編『失われた 10 年を超えて I - 経済危機の教訓』東京大学出版会, 2005 年, pp41-74.

堀江康熙 (2015) 『日本の地域金融機関経営』勁草書房.

宮島英昭 (2017) 「企業統治制度改革の 20 年」宮島英昭編 『企業統治と成長戦略』序章 1 - 60 頁 東洋経済新報社.

宮島英昭・保田隆明・小川亮 (2017) 「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」宮島英昭編 『企業統治と成長戦略』第 2 章 297 - 131 頁 東洋経済新報社.

村本孜 (2005) 『リレーションシップ・バンキングと金融システム』東洋経済新報社.

森祐司 (2011) 「地域銀行における株主構成とコーポレートガバナンス - 上場地銀を対象とするパネルデータ分析 -」証券アナリストジャーナル 2011 年 1 月 pp85-99.

森祐司 (2014) 『地域銀行の経営行動 - 変革期の対応 - 』 早稲田大学出版部.

家森信善 (2007) 「リレーションシップバンキング機能は強化されたか。ー関西地域企業アンケートに基づく分析ー」筒井義郎・植村修一編, 『リレーションシップバンキングと地域金融』第 2 章 47 - 80 頁 日本経済新聞出版社.

Appendix

推定に用いた変数

変数	代理変数	出所
被説明変数		
本業収益比率	経常収益に占める貸出金利息の割合	<u>貸出金利息</u> 経常収益 全国銀行財務諸表分析
非本業収益比率 1	経常収益に占める役務取引等収益の割合	<u>役務取引等収益</u> 経常収益 全国銀行財務諸表分析
非本業収益比率 2	経常収益に占める有価証券利息配当金 その他業務収益の割合	<u>有価証券利息配当金+その他業務収益</u> 経常収益 全国銀行財務諸表分析
説明変数		
外国人株主の規律づけ	外国人株主比率	日経NEEDS-Cges
機関投資家による規律づけ	機関投資家株主比率	日経NEEDS-Cges
安定株主による規律	安定株主比率	日経NEEDS-Cges
コントロール変数		
規模	総資産（対数）	全国銀行財務諸表分析
ビジネス特性	貸出金利	<u>貸出金利息（t期）</u> 貸出金（t-1期）+貸出金（t期） 全国銀行財務諸表分析
健全性	自己資本比率	<u>純資産の部合計</u> 負債および純資産の部合計 全国銀行財務諸表分析
証券投資比率	有価証券	<u>有価証券</u> 負債および純資産の部合計 全国銀行財務諸表分析
収益性	ROE	<u>当期純利益</u> 純資産の部合計 全国銀行財務諸表分析
地域性	人口（対数）	住民票基本台帳に基づく人口（総務省）
競争度	同一県内を本社とする地域銀行の数（ダミー）	
運営方式	持株会社（ダミー）	
マクロ経済環境	年度（ダミー）	

（注）貸出金利・合併等で貸出金（t-1）のデータが取得できない銀行については貸出金（t期）のみで貸出金利を算出した

代理変数の定義

項目	定義	補足
外国人株主比率	外国人保有比率（有価証券報告書記載ベース）	日経NEEDS-Cges 指標データ一覧定義
機関投資家株主比率	外国人株式保有比率（除く外国法人判明分）+信託勘定株式保有比率+生保特別勘定株式保有比率	日経NEEDS-Cges 指標データ一覧定義
安定株主比率	国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保・銀行・信金が保有する株式（除く特別勘定、信託勘定）③公開会社が保有する金融機関株式、④公開関連会社（親会社など）が保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計（ニッセイ基礎研がNEEDS（日経の総合経済データベース）と東洋経済「大株主データ」から算出、判明分）、⑤役員持株比率、⑥持株会持株比率、⑦自己株式⑧法人が保有する大口株式（3%以上、含む外国会社、除く信託銀行等）のいずれかに属する株式の比率	日経NEEDS-Cges 指標データ一覧定義
経常収益	資金運用収益+役務取引等収益+特定取引収益+その他業務収益+その他経常収益	（以下すべて） 全国銀行協会 「勘定科目の定義」 全体の収入を表す
貸出金利息	貸付金利息+手形割引料（電子記録債権に係る受入利息、割引料を含む）。	本業利益ととらえる
役務取引等収益	受入為替手数料+その他役務収益	非本業収益1ととらえる
有価証券利息配当金	「商品有価証券」および「有価証券」の利息、配当金、投資信託の期中収益分配金等（解約、償還時の差益を含む）。消費貸借型貸付債券の品賃料を含む。	非本業収益2ととらえる 資金運用関連の収益
その他業務収益	外国為替売買益+商品有価証券売買益+国債等債券売却益+国債等債券償還益+金融派生商品収益+その他の業務収益	非本業収益2ととらえる 資金運用関連の収益
当期純利益	税引前当期純利益-法人税、住民税及び事業税-法人税等調整額。	ROEの算出に利用
貸出金	割引手形+手形貸付+証書貸付+当座貸越 電子記録による貸付金、手形に準じた保証記録付電子記録債権を割り引く場合を含む。	

謝辞

本稿の作成にあたり、ご支援、ご協力をいただいた方々に感謝いたします。

約1年にわたり本稿の作成についてご指導をいただきました首藤恵先生、また本稿の副査を務めていただき、貴重なコメントを頂戴した蟻川靖浩先生、データセットの作成方法や統計的な処理についてアドバイスをいただきました早稲田大学大学院商学研究科博士課程、吉田賢一さん、自身の研究について様々なバックグラウンドや専門的知見からコメントをいただいた川本ゼミ、首藤ゼミ、蟻川ゼミの学友の皆様、本研究は皆様のご支援の中で、完成に至ることができました。

最後に、自身の大学院通学に協力をしてくださった職場の皆様、学習環境を提供してくれた早稲田大学大学院に感謝の意を表し、本稿を終えることといたします。

2018年1月13日

井手慎吾